

UBS House View

Monthly Letter | 9 de novembro de 2023 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Tradução: 16 de novembro de 2023

Qualidade que gera lucros

Nós esperamos que empresas com atributos de “qualidade” estejam bem posicionadas para gerar lucros em um ambiente de crescimento econômico mais fraco.

Oportunidade tecnológica

Os fundamentos corporativos estão melhorando para o setor tecnológico dos EUA e enxergamos a IA como um fator de crescimento de longo prazo atraente.

Retornos mais baixos no futuro

Acreditamos que a renda fixa se valorizará em 2024 e acreditamos que os retornos mais baixos dos títulos devem favorecer as ações.

Alocação de ativos

A renda fixa continua sendo a nossa classe de ativos preferida. Nas ações, elevamos o mercado dos EUA para neutro e o setor de TI dos EUA para mais preferido.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

 **Siga-me no LinkedIn**
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)



Nossas opiniões, ao vivo com perguntas e respostas

A próxima transmissão mensal ao vivo do CIO global ocorrerá em 21 de novembro. [Participe aqui.](#)

Ações no ano que vem

Na próxima semana, nós publicaremos nosso cenário do *Year Ahead 2024*, incluindo nossas visões sobre as economias e classes de ativos, e respostas a algumas das principais questões que os investidores enfrentarão no próximo ano. Nesta carta, nós fornecemos uma visão geral das principais opiniões antes dessa publicação e analisamos mais detalhadamente as ações, incluindo mudanças no nosso posicionamento nas classes de ativos.

Os índices de mercado acionário passaram por alta volatilidade em 2023, com os principais índices disparando na primeira metade do ano, impulsionados por algumas ações de gigantes da tecnologia, antes de ceder parte desse terreno na segunda metade em uma combinação de temores quanto às taxas de juros altas e uma economia em desaceleração.

Conforme olhamos para o próximo ano, isso nos deixa com três grandes questões:

- Como os investidores devem adaptar as carteiras de ações para levar em consideração a desaceleração do crescimento econômico?
- Qual é o cenário para o setor de tecnologia e como os investidores devem se posicionar?
- O que significarão os movimentos no mercado de renda fixa para as ações?

Primeiro, embora esperemos que um crescimento econômico mais lento pese sobre o crescimento dos lucros entre empresas cíclicas, acreditamos que empresas de qualidade, aquelas com um retorno elevado sobre capital investido, sólidos balanços patrimoniais e fluxos de renda confiável, ainda farão crescer os lucros apesar de um panorama operacional mais duro. A história nos mostra que ações de qualidade tendem a superar o desempenho em ambientes de desaceleração da atividade econômica, quando a economia está em um “fim de ciclo”.

Segundo, temos preferência pelo setor de tecnologia da informação dos EUA e o elevamos de neutro para mais preferido. Isso reflete parcialmente nosso viés para ações de qualidade; várias das empresas com os retornos mais altos e os balanços patrimo-

niais mais fortes estão no setor de TI. No entanto, também reconhece os sinais da última temporada de resultados indicando que a demanda por smartphones e PCs está melhorando. O setor também oferece exposição a uma das oportunidades de investimento de longo prazo mais atraentes no momento: a inteligência artificial (IA). Simultaneamente a esse movimento, nós elevamos os EUA de menos preferido para neutro dentro de nossas preferências regionais.

Terceiro, em nossa hipótese básica, acreditamos que a renda fixa se valorizará ainda mais no próximo ano. Acreditamos que os retornos mais baixos dos títulos sejam favoráveis às ações, desde que não coincidam com uma desaceleração especialmente acentuada no crescimento econômico.

A renda fixa continua sendo a nossa classe de ativos preferencial, dada a combinação de retornos atraentes e o potencial de valorização do capital se as expectativas de taxas de juros caírem. No entanto, também enxergamos alta para os índices de ações, apoiados pelo crescimento dos lucros nas empresas de qualidade. Em termos gerais, acreditamos que 2024 deverá ser um bom ano para os investidores que colocam seu dinheiro para trabalhar em carteiras equilibradas, com retornos prospectivos positivos entre ações, renda fixa e investimentos alternativos.

É provável que o crescimento desacelerará em 2024.

Qualidade que gera lucros

Em 2024, acreditamos que o crescimento econômico global desacelerará. A propensão a gastos por parte dos consumidores nos EUA provavelmente sofrerá declínio conforme se deparam com taxas de juros mais altas, o fim dos subsídios de assistência infantil e o corte de recursos do Medicaid, além da retomada dos pagamentos de empréstimos estudantis. O crescimento europeu provavelmente permanecerá lento diante de um cenário de queda no crédito bancário. Além disso, o crescimento da China provavelmente se estabilizará em um nível do tipo “novo normal” entre 4% e 5%.

Portanto, os investidores precisarão ter bastante discernimento em sua seleção de ações. Em 2024, algumas empresas enfrentarão uma combinação desafiadora de pressão de baixa sobre as receitas e custos de financiamento mais altos. Contudo, acreditamos que aqueles com um retorno elevado sobre o capital investido (ROIC), um histórico de crescimento dos lucros estável e uma alavancagem financeira baixa devem estar bem posicionados para entregar retornos.

Historicamente, as ações de qualidade tiveram desempenho superior durante períodos de crescimento econômico mais fraco.

Historicamente, empresas com esses atributos de “qualidade” tiveram melhor desempenho do que o mercado acionário mais amplo durante períodos nos quais o crescimento desacelerou mas permaneceu positivo — o ambiente que esperamos para 2024. o índice MSCI ACWI Quality Index, por exemplo, teve desempenho superior ao MSCI All Country World Index em 1 ponto percentual ao longo de períodos de seis meses desde 2012, nos quais tais condições de crescimento existiram (conforme descrito na pesquisa do Atlanta Fed GDPNow). As ações de qualidade também tendem a superar o desempenho em períodos de contração econômica, que devem oferecer proteção caso a economia desacelere mais do que esperamos.

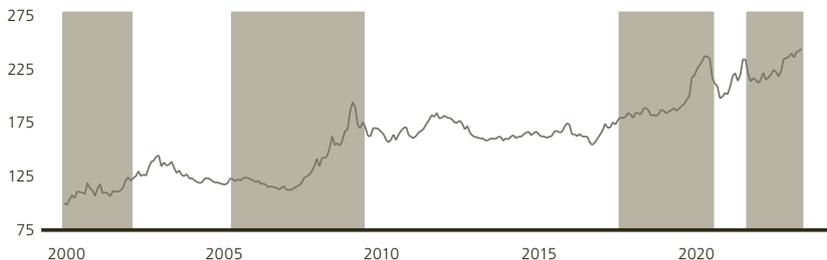
Além de demonstrar esse argumento, desde 2000, em períodos quando o spread entre retornos de títulos do Tesouro de 2 anos e 10 anos foi inferior a 75 pontos-base, ou quando a economia dos EUA esteve em recessão, empresas no top três do índice Russel 1000, classificadas pelo ROIC, tiveram desempenho superior às três piores (Figura 1).

As ações de qualidade normalmente são negociadas a um prêmio em relação ao mercado de ações mais amplo, pela isso também é verdade hoje. Contudo, em termos gerais, acreditamos que seja válido pagar pela qualidade no ambiente atual.

Figura 1

No ambiente atual, foco em ações de alta qualidade

Desempenho de ROIC elevado (três principais do Russel 1000) em relação ao ROIC baixo (três piores), neutra em relação aos setores



Observação: As áreas sombreadas denotam períodos em que o retorno sobre os títulos do Tesouro de 10 anos menos o retorno sobre o Tesouro de 2 anos é inferior a 0,75% ou a economia está em recessão. ROIC = rendimento do capital investido

Fonte: Bloomberg e UBS, dados de novembro de 2023

Elevamos o setor de TI dos EUA para mais preferido.

A oportunidade de tecnologia

Um setor no qual os investidores podem encontrar empresas de qualidade em abundância relativa é o de tecnologia e neste mês elevamos o setor de TI dos EUA de neutro para mais preferido.

A tecnologia oferece o maior ROIC dos 11 setores de ações dos EUA: 19% acima dos últimos 12 meses (em comparação com apenas 4% para serviços públicos ou imóveis). Os balanços patrimoniais do setor de tecnologia também são os mais fortes, com uma relação dívida líquida/EBITDA de apenas 0,5x. E, com modelos de negócios que combinam fluxos de receita baseados em subscrição com uma presença em segmentos de crescimento elevado, acreditamos que as empresas de tecnologia parecem estar preparadas para entregar crescimento dos lucros saudável no próximo ano.

Os lucros das empresas de tecnologia dos EUA estão superando as expectativas.

Com base nos resultados até o momento, os lucros das empresas tecnológicas dos EUA estão no ritmo para crescer 11% no terceiro trimestre, melhor do que as expectativas do mercado de 4% antes do início da temporada de resultados. Nossa projeção é de que o setor sustente um crescimento de dois dígitos baixos em 2024, tornando a tecnologia um dos setores com o maior crescimento dos lucros dentro das ações dos EUA. Sua relação P/L caiu de 28x em julho para 25,5x hoje. Embora o setor ainda esteja sendo operado próximo a um prêmio de 30% versus sua média histórica de 10 anos, acreditamos que seja razoável considerar que o setor agora tenha um perfil de receita mais recorrente e os investidores provavelmente continuarão a gravitar para setores que podem produzir crescimento dos lucros saudável e sustentável em um ambiente macro incerto.

Investimento em IA

2023 foi o ano em que a IA entrou no mainstream dos investimentos. Mais notavelmente, uma porção de ações de crescimento de megacapitalização relacionadas à IA, as chamadas “7 Magníficas”, impulsionaram mais de 80% dos ganhos no S&P 500 neste ano.

Nós enxergamos a IA como uma tecnologia importante, inovadora e potencialmente transformadora. Assim como outros avanços revolucionários, dos motores a vapor à internet, enxergamos a IA gerando valor em setores adjacentes com o passar do tempo. Abaixo utilizamos uma estrutura de quatro partes, derivada de experiência histórica, para ilustrar como essa geração de valor se desenvolverá dentro da esfera da IA. (Para uma exposição mais completa, incluindo comparações com desenvolvimentos tecnológicos anteriores, consulte o *Year Ahead 2024*, “Um novo mundo”, a ser publicado em 16 de novembro de 2023):

- **Fornecedores de infraestrutura e insumos (nuvem)** A computação em nuvem é um insumo crucial para IA generativa porque fornece o poder computacional necessário para treinar e fazer os aplicativos de IA generativa funcionarem.
- **Fabricantes de hardware (fabricantes de chips GPU)** As unidades de processamento gráfico (GPUs) são chips que são cruciais para o treinamento de redes neurais, um marco da IA, e as principais empresas nesse espaço já estão enxergando um pico na demanda, um poder de determinação de preços mais forte e valorização significativa do preços das ações.
- **Operadores e facilitadores (modelos de linguagem grandes)** Modelos de linguagem grandes (LLMs) podem ser entendidos como entre os principais “facilitadores” do

ecossistema de IA. Desenvolver e conduzir um LLM requer escala significativa para alavancar os recursos humanos, financeiros e técnicos necessários.

- **Beneficiários de aplicativos (geração de textos, programação, geração de imagem/vídeo)** O ChatGPT é o primeiro exemplo de aplicativo de IA que ganhou as manchetes, mas casos de uso mais amplos já estão ganhando forma. Enxergamos oportunidades significativas ao longo dos próximos trimestres na integração de “copilotos” de IA em software de produtividade administrativa, no aumento da demanda por análises de dados com IA e integração de IA em aplicativos de imagens, vídeo e de outras áreas empresariais.

Ao contrário das inovações tecnológicas do passado, onde os players em cada um dos quatro setores adjacentes costumavam ser inicialmente distintos, a IA generativa é historicamente incomum, pois desde seu início, várias das principais empresas de tecnologia já estão operando em múltiplas camadas dessa estrutura. Com tal vantagem, os grandes players podem estar posicionados para crescer ainda mais.

Acreditamos que os investidores em busca de exposição a IA devem buscar exposição mais ampla na cadeia de valor, incluindo em nuvem, semicondutores, software e nomes da internet. É claro, embora o potencial de crescimento de longo prazo seja grande, os investidores devem se preparar para uma possível volatilidade ou recuos. Assim como no caso de outros booms de tecnologia, um pico inicial na demanda geralmente pode vir seguido por um período de “digestão”. Contudo, para investidores de longo prazo, esses momentos poderiam representar oportunidades atraentes para aumentar a exposição de longo prazo.

Defendemos uma exposição diversificada entre subsetores de tecnologia.

Dentro da tecnologia global, defendemos uma exposição diversificada entre subsetores, com uma preferência por empresas com fortes margens de fluxo de caixa operacional e livres.

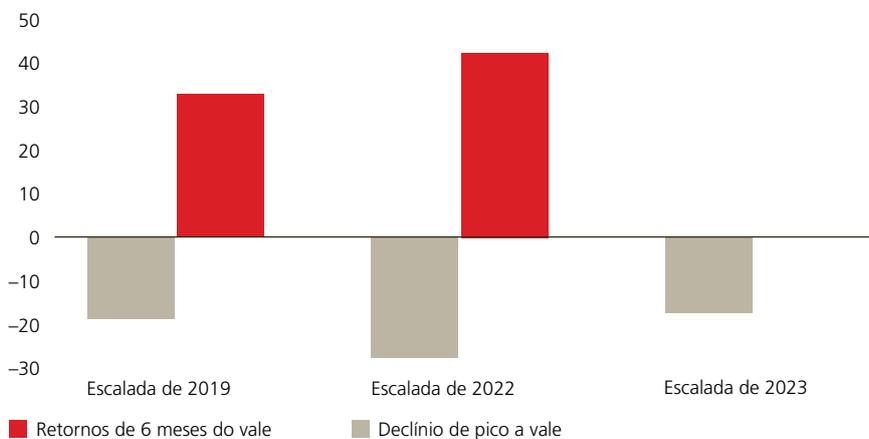
- **Software.** Os resultados do terceiro trimestre reforçam nossa visão positiva de longo prazo em IA e no setor de software, que reportou, de forma ampla, lucros melhores do que o esperado graças à melhora no poder de determinação de preços. Embora as ações de software não estejam baratas, sendo negociadas em média a um prêmio de 15% a 20% comparado ao setor de tecnologia mais amplo, acreditamos que o prêmio seja justificado, pois mais de dois terços das receitas de software são recorrentes e as empresas normalmente têm margens de lucros mais altas (por volta de 35%, a mais alta dentro do setor de tecnologia).

- **Semicondutores.** Embora os resultados das fabricantes de chips tenham sido mistos, acreditamos que os fundamentos atingiram um vale. A oferta está estreita e o setor geral está se beneficiando de fortes ventos favoráveis para os preços. Permanecemos confortáveis com nossa projeção de mais de 25% de crescimento da receita, principalmente com base nos preços, com crescimento unitário conservador, e crescimento dos lucros de 50% para o setor de semicondutores global em 2024. Embora as restrições dos EUA sobre exportações de chips para a China tenham pesado sobre o setor, somente enxergamos um impacto de receita máximo de 5% para o setor no médio prazo (2025 e além). Na nossa projeção de crescimento dos lucros, o setor está negociando a um P/L projetado de 18 a 19x, um deságio considerável aos 23 a 24x da tecnologia global (com base nos cinco setores tecnológicos que acompanhamos, usando índices MSCI).
- **Internet.** Estamos mais seletivos no setor de internet no curto prazo. A área de publicidade está dando sinais de melhora, mas o cenário continua incerto. Os lucros do e-commerce finalmente estão demonstrando sinais de melhoria após vários trimestres de investimento. Os resultados dos lucros do setor de internet no terceiro trimestre mostraram uma melhora inesperada nas margens e, olhando para o prazo mais longo, acreditamos que a monetização da IA se recupere gradualmente.

Figura 2

Mercados de semicondutores reagiram excessivamente a escaladas geopolíticas recentes

Dados de desempenho para o índice Philadelphia Semiconductor Index (SOX), em %



2019 foi relacionado à Huawei.
 2022 foi quando chips e equipamentos de IA eram o alvo.
 2023 foi relacionado a controles de exportação de IA adicionais.

Fonte: Bloomberg, Factset e UBS, dados de novembro de 2023

Retornos dos títulos mais altos foram uma ameaça para os mercados acionários no segundo semestre.

Preços e retornos

O impacto dos retornos da renda fixa sobre mercados acionários foi uma ameaça ao setor de tecnologia e ao mercado mais amplo na segunda metade de 2023. As evidências empíricas de um elo entre os retornos da renda fixa e os preços do mercado acionário não estão bem definidas. Historicamente, se os retornos subiram porque o crescimento está forte, a relação com as ações tende a ser positiva. Se os retornos subiram porque a inflação está alta, a relação tende a ser negativa.

No entanto, retornos de títulos mais altos aumentam a competição por investimentos no mercado acionário e têm um impacto teoricamente negativo sobre preços justos. Para dar mais contexto na escala do risco de retornos mais altos, podemos usar um modelo de crescimento Gordon, uma variante do modelo de desconto de dividendos. Se a taxa de desconto aumentasse em 100 bps dos níveis atuais (4,5%) e, presumindo um crescimento de dividendos de longo prazo de 3%, então tudo o mais constante, o valor justo das ações seria 15% menor do que os níveis atuais. Para o S&P 500, isso igualaria para um nível de 3.725.

Contudo, acreditamos que seja improvável a ocorrência de alta nos juros em 2024. Desde o início de novembro, anúncios do Departamento do Tesouro e do Federal Reserve contribuíram para uma queda nos retornos dos títulos do Tesouro de 10 anos em aproximadamente 40 bps:

- O Tesouro decidiu desacelerar o crescimento nas emissões de títulos de prazo mais longo em resposta ao aumento nos retornos dos títulos públicos de 10 e 30 anos para os níveis mais elevados desde 2007. Em vez disso, ele inclinará as novas emissões mais para os títulos de 2 e 5 anos.
- O Fed manteve as taxa de juros de curto prazo em compasso de espera em sua reunião de novembro e aumentou as expectativas de que o ciclo de alta pudesse ter chegado ao fim. O FOMC observou que “condições financeiras mais apertadas” pesariam sobre a economia, reforçando os comentários recentes de autoridades do Fed de que os retornos dos títulos públicos poderiam reduzir a necessidade de aumentos de taxas adicionais.

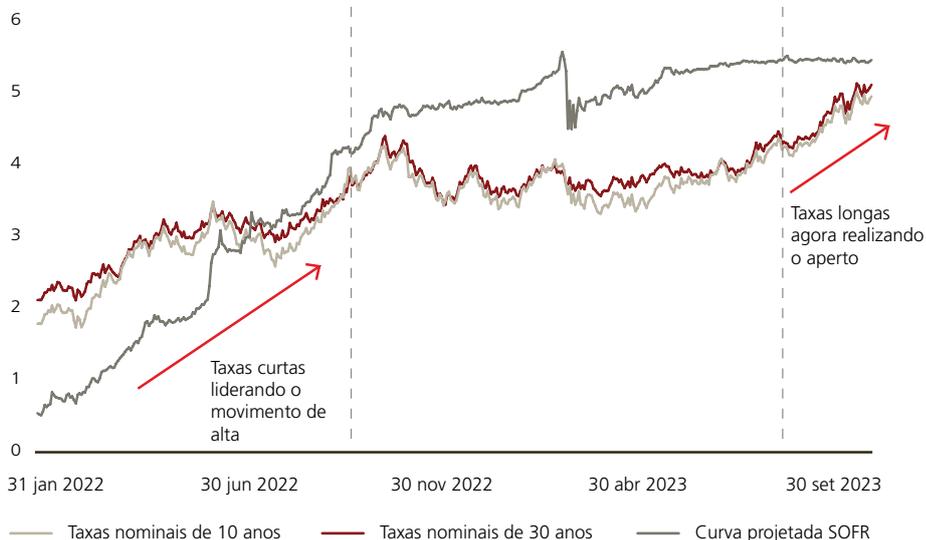
Acreditamos que os retornos dos títulos cairão em 2024.

Nossa hipótese básica é de que os retornos dos títulos do Tesouro de 10 anos cairão para 3,5% em dezembro de 2024 conforme as expectativas das taxas de juros recuam. No caso das ações, isso deve representar um ambiente favorável. O crescimento econômico provavelmente será mais fraco, mas o crescimento dos lucros e os retornos mais baixos devem apoiar as ações.

Figura 3

Os retornos de dez anos subiram apesar do pico nas taxas de curto prazo

As taxas nominais de 10 anos e 30 anos dos títulos do Tesouro dos EUA e a curva projetada SOFR, em %



Fonte: Bloomberg e UBS, dados de novembro de 2023

Perspectivas para o próximo ano

Nós publicaremos o nosso *Year Ahead 2024* em 16 de novembro, onde você descobrirá por que o chamamos de "Um novo mundo"; obterá respostas a questões fundamentais para o ano e a década que estão por vir; verá nossas principais ideias e cenários; e se aprofundará ainda mais no tema de IA.

Enquanto isso, confira algumas das nossas ideias de investimento atuais abaixo:

Visões sobre a classe de ativos para o próximo ano

Enxergamos alta moderada para as ações no próximo ano.

Ações. Acreditamos em um período de alta moderado nos índices de ações globais em 2024 conforme os bancos centrais cortam taxas, os retornos caem e empresas de qualidade continuam expandindo os lucros. Em nossa hipótese básica, vemos o S&P 500 subindo para 4.700 até dezembro do próximo ano.

Mensagens em foco para o próximo ano

Gerenciar liquidez	Acreditamos que os investidores devem limitar seus saldos gerais de caixa e otimizar os retornos no próximo ano. A guerra e a incerteza geopolítica podem aumentar a percepção de segurança do dinheiro, mas esperamos que as taxas de juros caiam em 2024, reduzindo o retorno de disponibilidades e aumentando os riscos de reinvestimento. Os investidores devem usar uma combinação de depósitos com prazo fixo, títulos com vencimento escalonado e soluções estruturadas para cobrir as retiradas esperadas da carteira nos próximos cinco anos.
Comprar títulos	Esperamos retornos gerais positivos tanto para ações quanto para títulos no próximo ano. Mas, em cada classe de ativos, acreditamos que os investidores devem se concentrar na qualidade. Na renda fixa, os títulos de qualidade (incluindo títulos sustentáveis e MDB) oferecem retornos atraentes e devem proporcionar valorização do capital se as expectativas de taxas de juros diminuírem, como esperamos. Em ações, as empresas de qualidade com balanços patrimoniais sólidos e alta lucratividade, inclusive as do setor de tecnologia e dentro de líderes de ESG, devem estar mais bem posicionadas para gerar lucros em um ambiente de crescimento mais fraco.
Operar em câmbio e commodities	No câmbio, acreditamos que o dólar dos EUA permanecerá estável em torno dos níveis atuais. Entretanto, com o avanço do ano, a fraqueza do USD poderá ocorrer conforme o crescimento econômico dos EUA recua em relação a outras economias. Isso torna a venda de USD na alta uma oportunidade de retorno atraente. Nas commodities, investidores que puderem aguardar terão a capacidade de gerar possíveis potenciais de carregamento, além de proteção contra riscos geopolíticos e climáticos. Os preços do petróleo devem flutuar na faixa de USD 90 a 100/barril em 2024.
Proteger contra riscos de mercado	Investir em um cenário de guerra e incerteza geopolítica pode ser desafiador, e os investidores precisam se preparar para a volatilidade que está por vir. Acreditamos que investir em várias classes de ativos e regiões deve ser a primeira defesa da maioria dos investidores contra possíveis turbulências no mercado. Entretanto, os investidores também podem blindar ainda mais as carteiras contra riscos específicos por meio de estratégias de preservação de capital, alternativas ou posições em petróleo e ouro.
Diversificar com crédito alternativo	Esperamos que os altos saldos da dívida global contribuam para a elevada volatilidade dos preços e dos spreads, levando os investidores a buscar formas de se beneficiar da dispersão. Esse é um cenário favorável para várias estratégias de crédito, incluindo arbitragem de crédito e dívidas problemáticas.
Selecionar líderes em meio aos inovadores	Esperamos que alguns dos maiores retornos dos mercados de ações na próxima década venham de empresas que podem aproveitar as novas tecnologias para expandir os mercados, afastar as empresas consolidadas ou reduzir os custos. A identificação bem-sucedida desses "líderes de inovação" é fundamental para aumentar o potencial do portfólio de longo prazo. Esperamos que a próxima década seja marcada por uma onda de disrupção que se espalhará por todos os setores, da tecnologia à energia e à saúde.
Captura de crescimento com mercados privados	Um novo mundo verá investimentos significativos feitos em saúde, digitalização e energia. Contudo, os altos níveis de endividamento do governo significam que o financiamento público em inovação provavelmente será limitado. Os gestores do mercado privado, com sua capacidade de fornecer capital acionário ou de dívida para empresas em diferentes estágios do ciclo de vida, têm um papel fundamental nisso. A classe de ativos oferece um potencial de retorno atraente e acesso superior à economia real, em troca de menor liquidez. Eles também podem ser um veículo eficaz para investidores concentrados em promover mudança positiva por meio de impacto e sustentabilidade.

Junto com nossa elevação de nível do setor de tecnologia dos EUA, em nossas preferências regionais passamos o mercado acionário dos EUA de menos preferido para neutro. Em outros lugares, nossa preferência é por ações de mercados emergentes (ME). O índice MSCI EM permanece atrativamente valorizado em uma relação de P/L projetado de 11x; nossa expectativa é de crescimento dos lucros de 16% em 2024; os retornos da renda fixa dos EUA mais baixos devem ser favoráveis; e temos uma visão positiva sobre a China, Índia e semicondutores, alguns dos principais constituintes do índice. Temos uma visão de menor preferência em ações do Reino Unido dado o desempenho mais fraco dos lucros no Reino Unido do que em outras regiões.

A renda fixa de qualidade deve ter bom desempenho em 2024 conforme o crescimento desacelera.

Títulos. A renda fixa de qualidade continua sendo a nossa classe de ativos preferencial dados os retornos atraentes sobre a oferta e a provável valorização de capital conforme as expectativas de taxas diminuem. Temos preferência por títulos do tipo high grade (públicos) e em grau de investimento, e estamos neutros em crédito high yield e de mercados emergentes. Em nossa hipótese básica, projetamos que o retorno dos títulos do Tesouro dos EUA com prazo de 10 anos cairá para 3,5% em dezembro de 2024.

Câmbio. A divisa norte-americana provavelmente permanecerá bem respaldada nos próximos meses graças aos dados econômicos dos EUA relativamente resilientes. No entanto, conforme 2024 avançar, o USD pode se enfraquecer ligeiramente em resposta à desaceleração do crescimento dos EUA e uma política do Fed mais flexível. Mantemos uma postura neutra em relação ao dólar dos EUA e acreditamos que os investidores devem se posicionar para vender o dólar nos períodos de alta. Temos uma visão de maior preferência pelo dólar australiano, pois enxergamos os riscos de outra alta pelo Reserve Bank of Australia e acreditamos que ele manterá as taxas elevadas até pelo menos o 4º trimestre de 2024 enquanto continua combatendo a inflação.

Commodities. Acreditamos que o retorno total para commodities amplas em 2024 será de 10 a 15%. O crescimento em economias desenvolvidas deve desacelerar no 1S24 e impactar a demanda por commodities cíclicas. No entanto, os preços devem ser favorecidos pela campanha da China para impulsionar a atividade econômica, a disciplina de oferta dos produtores de petróleo e os estoques baixos. O petróleo é a nossa commodity de maior preferência e enxergamos o Brent cru sendo negociado na faixa de USD 90-100/barril. Em nossa opinião, o ouro permanece valioso como proteção de carteira.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Projeções globais

Economia

PIB real a/a, em %

	2022	2023E	2024E
EUA	1,9	2,4	1,1
Canadá	3,4	1,1	0,2
Japão	1,0	1,9	0,7
Zona do euro	3,4	0,5	0,6
Reino Unido	4,3	0,6	0,6
Suíça	2,7	0,7	1,2
Austrália	3,7	1,9	1,6
China	3,0	5,2	4,4
Índia	7,2	6,3	6,2
ME	4,1	4,3	3,9
Mundo*	3,4	3,1	2,6

* Exclui Venezuela

Fonte: Bloomberg e UBS, dados de 8 de novembro de 2023. Últimas projeções disponíveis na publicação de *projeções Global*, publicada semanalmente.

Inflação (IPC médio), a/a, em %

	2022	2023E	2024E
EUA	8,0	4,2	2,7
Canadá	6,8	3,9	2,5
Japão	2,5	3,3	2,3
Zona do euro	8,4	5,5	2,4
Reino Unido	9,0	7,4	2,6
Suíça	2,8	2,2	1,8
Austrália	6,6	5,7	3,6
China	2,0	0,4	1,2
Índia	6,7	5,5	4,8
ME	9,5	7,6	8,7
Mundo*	8,4	6,3	6,0

Classes de ativos

	Atual	Jun-24	Dez-24
Ações			
S&P 500	4.383	4.500	4.700
Eurostoxx 50	4.178	4.600	4.700
FTSE 100	7.402	7.860	8.160
SMI	10.595	11.300	11.640
MSCI Ásia ex-Japão	606	665	685
Índice MSCI China	58	65	67
Topix	2.306	2.485	2.555
MSCI ME	958	1050	1080
MSCI AC World	805	845	890
Câmbio			
EURxUSD	1,07	1,10	1,12
GBPxUSD	1,23	1,25	1,27
USDxCHF	0,90	0,88	0,87
USDxCAD	1,38	1,34	1,32
AUDxUSD	0,64	0,69	0,72
EURxCHF	0,96	0,97	0,97
NZDxUSD	0,59	0,61	0,62
USDxJPY	151	143	140
USDxCNY	7,28	7,20	7,00

	Atual	Jun-24	Dez-24
Retornos de 2 anos, em %			
Tesouro 2 anos USD	4,93	3,75	3,25
Bund alemão 2 anos EUR	2,99	2,50	2,00
Gilt britânico 2 anos GBP	4,60	4,00	3,50
Eidg. suíço 2 anos CHF	1,28	0,75	0,70
JGB japonês 2 anos JPY	0,12	0,20	0,25
Retornos de 10 anos, em %			
Tesouro 10 anos USD	4,49	3,75	3,50
Bund alemão 10 anos EUR	2,62	2,25	2,25
Gilt britânico 10 anos GBP	4,24	3,75	3,50
Eidg. suíço 10 anos CHF	1,06	0,90	0,90
JGB japonês 10 anos JPY	0,85	1,00	0,80
Commodities			
Petróleo cru tipo Brent USD/barril	80	95	95
WTI, USD/barril	75	91	91
Ouro USD/onça	1.958	1.950	2.150

Fonte: Bloomberg e UBS, dados de 8 de novembro de 2023. Últimas projeções disponíveis na publicação de *projeções Global*, publicada semanalmente.

Isenção de responsabilidades

Ativos não tradicionais

As classes de ativos não tradicionais são investimentos alternativos que incluem fundos de cobertura, capital privado, mercado imobiliário e futuros geridos (coletivamente, investimentos alternativos). As participações de fundos de investimento alternativos são vendidas somente para investidores qualificados e somente por meio de documentos oferecidos que incluem informações sobre os riscos, o desempenho e os gastos de fundos de investimento alternativos. Além disso, é solicitado aos clientes que leiam cuidadosamente esses documentos antes de assinar e subscrever. Um investimento em um fundo de investimento alternativo é especulativo e envolve riscos significativos. Especificamente, esses investimentos (1) não são fundos mútuos e não estão sujeitos às mesmas exigências regulamentares que os fundos mútuos; (2) podem ter um desempenho volátil, e os investidores podem perder todo ou uma parte significativa do investimento; (3) podem se envolver em alavancagens e outras práticas de investimento especulativas que podem aumentar o risco de perda do investimento; (4) são investimentos em longo prazo, ilíquidos; em geral, não há um mercado secundário para os juros de um fundo, e não se espera que algum seja desenvolvido; (5) os juros de fundos de investimento alternativos são, em geral, ilíquidos e sujeitos a restrições de transferência; (6) não podem ser solicitados a fornecer informações de valorização ou precificação periódicas aos investidores; (7) em geral, envolvem estratégias fiscais complexas, e pode haver atrasos na distribuição de informações de imposto aos investidores; (8) estão sujeitos a taxas altas, incluindo taxas de gerenciamento e outras taxas e despesas, o que reduz os lucros.

Os juros em fundos de investimento alternativos não são depósitos nem obrigações de bancos ou outras instituições depositárias seguradas, nem são garantidos ou aprovados por elas. Além disso, eles não são segurados federalmente pela Federal Deposit Insurance Corporation, pela diretoria do Federal Reserve ou outras agências governamentais. Os possíveis investidores precisam entender esses riscos e ter a disposição e capacidade financeira de aceitá-los por um período estendido antes de realizar um investimento em um fundo de investimento alternativo. Além disso, devem considerar o fundo de investimento alternativo como um suplemento a um programa de investimento geral.

Além dos riscos que se aplicam aos investimentos alternativos em geral, os riscos a seguir estão relacionados a um investimento nessas estratégias:

- **Risco de fundos multimercados:** Há riscos especificamente associados com investimento em fundos multimercados, que podem incluir os riscos associados ao investimento em vendas a descoberto, opções, ações tipo "small caps", títulos de alto risco de crédito, derivativos, valores mobiliários em default, valores mobiliários que não são dos EUA e investimentos ilíquidos.
- **Futuros geridos ("Managed futures"):** Há riscos associados especificamente ao investimento em programas de futuros geridos. Por exemplo, nem todos os gerentes focam todas as estratégias o tempo todo, e as estratégias de futuros geridos podem ter elementos direcionais materiais.
- **Imobiliário:** Há riscos associados especificamente ao investimento em produtos do mercado imobiliário e fundos de investimento imobiliários. Eles envolvem riscos associados a dívidas, alterações adversas nas condições do mercado local ou na economia geral, mudanças em leis ou regulamentações governamentais, de impostos, imobiliárias e de zoneamento, além de riscos associados ao aumento de capital e, para alguns produtos imobiliários, os riscos associados à capacidade de se qualificar a um tratamento favorável nas leis fiscais federais.
- **Capital privado:** Há riscos associados especificamente ao investimento em capital privado. O pedido de realizar capital pode ser feito com pouca antecedência, e não atender aos aumentos de capital pode resultar em consequências adversas significativas, incluindo, mas não limitado à perda total do investimento.
- **Risco de divisas/moeda:** Os investidores de valores mobiliários de emissores localizados fora dos Estados Unidos precisam saber que, mesmo para valores mobiliários denominados em dólares dos EUA, as alterações na taxa de câmbio entre o dólar dos EUA e a moeda do país do emissor podem ter efeitos inesperados no valor de mercado e na liquidez desses valores mobiliários. Esses valores mobiliários também podem ser afetados por outros riscos (como alterações políticas, econômicas e regulamentares) que podem não ser facilmente conhecidos por um investidor dos EUA.

As visões de investimento do UBS Chief Investment Office (“CIO”) são elaboradas e publicadas pela área de negócios Global Wealth Management do UBS Switzerland AG (entidade regulamentada pela FINMA na Suíça), ou por suas afiliadas (“UBS”), que faz parte do UBS Group AG (“UBS Group”). O UBS Group inclui o Credit Suisse AG, suas subsidiárias, sucursais e filiais. Um disclaimer adicional relevante para a Gestão de Patrimônio do Credit Suisse encontra-se no final da presente secção.

As visões de investimento foram preparadas em conformidade com os requisitos legais destinados a fomentar a **independência da pesquisa de investimentos**.

Pesquisa de investimentos genérica – Informações sobre riscos:

Esta publicação destina-se única e exclusivamente a sua informação e não representa oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender qualquer investimento ou outro produto específico. A análise aqui contida não constitui recomendação pessoal ou leva em consideração os objetivos de investimento, estratégias de investimento, situação financeira e necessidades específicas de qualquer destinatário em especial. Ela é baseada em inúmeros pressupostos. Diferentes pressupostos podem resultar em resultados materialmente diferentes. Alguns serviços e produtos estão sujeitos a restrições legais em determinadas jurisdições, não podendo ser oferecidos irrestritamente em todo o mundo e/ou podem não ser qualificados para venda a todos os investidores. Todas as informações e opiniões expressas neste documento foram obtidas em fontes tidas como confiáveis e fidedignas, mas não é feita qualquer declaração nem dada qualquer garantia, expressa ou implícita, quanto a elas serem exatas ou completas (salvo pelas informações relativas ao UBS). Todas as informações e opiniões, bem como quaisquer projeções, estimativas e preços de mercado indicados são atuais a partir da data deste relatório e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. As opiniões aqui expressas podem diferir ou serem contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócio ou segmentos do UBS em virtude de terem sido utilizados diferentes premissas e/ou critérios.

Em nenhuma circunstância este documento ou qualquer informação nele contida (inclusive projeções, valores, índices ou outro valor calculado (“Valores”)) poderá ser usada para qualquer uma das seguintes finalidades (i) finalidades de avaliação ou contabilidade; (ii) para determinar os valores devidos ou pagáveis, o preço ou o valor de qualquer instrumento financeiro ou contrato financeiro; ou (iii) para medir o desempenho de qualquer instrumento financeiro inclusive, entre outros, para acompanhar o retorno ou o desempenho de qualquer Valor, definir a alocação de ativos de carteira ou computar taxas de performance. Ao receber este documento e as informações, será considerado que você declarou e garantiu ao UBS que não usará este documento ou, de outra maneira, qualquer informação para qualquer uma das finalidades acima. O UBS e seus diretores ou funcionários podem ter o direito de, a qualquer tempo, manter posições compradas ou vendidas nos instrumentos de investimento mencionados neste material, efetuar transações envolvendo os instrumentos de investimento citados, por conta própria ou na condição de agentes, prestar quaisquer outros serviços ou ter executivos que atuem como membros do conselho de um emissor, do próprio instrumento de investimento ou de qualquer empresa comercial ou financeiramente associada a tal emissor. A qualquer momento, as decisões de investimento (inclusive quanto à compra, venda ou manutenção de títulos mobiliários) tomadas pelo UBS e seus funcionários poderão diferir ou divergir das opiniões expressas nas publicações de pesquisa do UBS. Alguns investimentos podem não apresentar liquidez imediata e, portanto, o valor do investimento bem como a identificação do risco a que o investidor está exposto podem ser difíceis de quantificar. O UBS baseia-se na política de barreiras de informação (information barriers) para controlar o fluxo de informações dentro de uma ou mais áreas do UBS, entre outras áreas e entre unidades, segmentos, conglomerados ou afiliados do UBS. As negociações com Futuros e opções não são adequadas a todos os investidores, já que envolvem risco substancial de prejuízos, podendo ocorrer perdas superiores ao investimento inicial. O desempenho passado de um investimento não constitui indicação quanto ao seu desempenho futuro. Informações adicionais serão disponibilizadas mediante solicitação. Alguns investimentos podem resultar em significativas perdas de valor, podendo, inclusive, acarretar perdas superiores ao capital aplicado e consequente necessidade de aporte de recursos adicionais. Oscilações nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço, valor ou rendimento de um investimento. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) ter contato com profissionais atuantes na mesa de operações ou na área de vendas ou ainda com representantes de outras áreas visando a coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado.

Diferentes áreas, grupos e funcionários do UBS Group podem produzir e distribuir produtos de pesquisa separados, **independentemente uns dos outros**. Por exemplo, as publicações de pesquisa do **CIO** são produzidas por UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** é elaborado pelo UBS Investment Bank. **As metodologias de pesquisa e os sistemas de classificação de cada organização de pesquisa separada podem ser diferentes**, por exemplo, em termos de recomendações de investimento, horizonte de investimento, pressupostos de modelo e métodos de avaliação. Como consequência, com exceção de determinadas previsões econômicas (para as quais o UBS CIO e o UBS Global Research podem colaborar), as recomendações de investimento, classificações, metas de preço e avaliações fornecidas por cada uma das organizações de pesquisa separadas podem ser diferentes ou inconsistentes. Você deve consultar cada produto de pesquisa relevante para obter detalhes sobre suas metodologias e sistema de classificação. Nem todos os clientes podem ter acesso a todos os produtos de todas as organizações. Cada produto de pesquisa está sujeito às políticas e aos procedimentos da organização que o elabora.

A remuneração do(s) analista(s) que prepararam este relatório é determinada exclusivamente pela administração de pesquisas e a alta direção (não incluindo investment banking). A remuneração do analista não é baseada em receitas de investment banking, vendas e negociações ou de negociações principais; contudo, a remuneração poderá ser relacionada às receitas do UBS Group como um todo, das quais investment banking, vendas e negociações e negociações principais fazem parte.

O tratamento tributário dependerá das circunstâncias específicas e poderá estar sujeito a alterações no futuro. O UBS não oferece assessoria jurídica ou tributária nem faz declarações relativas ao tratamento tributário de ativos ou seu retorno de investimentos, seja em termos gerais ou com referência a circunstâncias e necessidades de clientes específicos. Este material não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de cada um dos nossos clientes. Por este motivo, o UBS recomenda a consulta a um assessor financeiro e/ou jurídico com relação às possíveis implicações (incluindo questões fiscais) de investir em qualquer um dos produtos aqui apresentados.

É proibido reproduzir ou distribuir cópias deste material sem a autorização prévia do UBS. A menos que acordado de outra maneira por escrito, o UBS proíbe expressamente a distribuição e transferência deste documento a terceiros por qualquer motivo. O UBS não aceita qualquer responsabilidade por quaisquer reclamações ou processos judiciais apresentados por terceiros e decorrentes do uso ou distribuição deste material. Este relatório somente deverá ser distribuído sob as circunstâncias permitidas pela respectiva legislação pertinente. Para obter informações sobre como o CIO administra conflitos e mantém a independência de suas visões de investimento e publicações e sobre as metodologias de pesquisa e classificação, visite o site www.ubs.com/research-methodology. Informações adicionais sobre os respectivos autores de conteúdos desta publicação e de outras publicações do CIO mencionadas neste relatório e exemplares de relatórios anteriores sobre o tema desta edição podem ser obtidos mediante solicitação a seu consultor de cliente.

Informações importantes sobre Estratégias de investimento sustentáveis: As estratégias de investimento sustentável buscam considerar e integrar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) ao processo de investimento e à construção de carteira. Estratégias em diferentes regiões abordam a análise de ESG e incorporam as constatações por diversas formas. Incorporar fatores de ESG ou considerações de investimentos sustentáveis pode inibir a habilidade do UBS de participar ou assessorar em relação a determinadas oportunidades de investimento que, de outra maneira, estariam de acordo com os objetivos de investimento do cliente. Os retornos sobre uma carteira que incorporam fatores de ESG ou considerações de investimentos sustentáveis podem ser menores ou maiores do que carteiras onde fatores de ESG, exclusões ou outros problemas de sustentabilidade não sejam considerados pelo UBS, e as oportunidades de investimento disponíveis a essas carteiras podem diferir.

Gestores patrimoniais externos / Consultores financeiros externos: Caso este estudo ou publicação seja oferecido a um gestor patrimonial externo ou consultor financeiro externo, o UBS proíbe expressamente que o gestor patrimonial externo ou consultor financeiro externo redistribua este documento e o disponibilize a seus clientes e/ou terceiros.

EUA: Distribuído para pessoas dos EUA única e exclusivamente pela UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, subsidiárias do UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS são afiliadas do UBS AG. **O UBS Financial Services Inc. aceita responsabilidade pelo conteúdo de um relatório preparado por uma afiliada que não seja dos EUA quando distribui relatórios a cidadãos dos EUA. Todas as transações feitas por um cidadão dos EUA nos títulos mencionados neste relatório devem ser realizadas por meio de um corretor registrado nos EUA afiliado ao UBS e não por meio de um afiliado que não seja dos EUA. Os conteúdos deste relatório não foram e não serão aprovados por nenhuma autoridade em títulos ou investimentos nos Estados Unidos ou em qualquer outro local. O UBS Financial Services Inc. não está atuando como consultor municipal para qualquer entidade municipal ou indivíduo obrigado dentro do significado manifestado na Seção 15B da Lei de Valores Mobiliários (a "Regra de Consultoria Municipal") e as opiniões ou visões aqui contidas não têm a intenção e tampouco constituem aconselhamento dentro do significado da Regra de Consultoria Municipal.**

Para obter informações sobre o país, acesse ubs.com/cio-country-disclaimer-gr ou peça ao seu consultor financeiro o documento completo de informações sobre riscos.

Disclaimer adicional relevante para a Gestão de Patrimônio do Credit Suisse

Está a receber este documento enquanto cliente da Gestão de Patrimônio do Credit Suisse. Os seus dados pessoais serão processados de acordo com a declaração de privacidade do Credit Suisse, disponível no seu domicílio por meio do site oficial do Credit Suisse: <https://www.credit-suisse.com>. Para lhe fornecer materiais de marketing relativos aos nossos produtos e serviços, a UBS Group AG e as suas subsidiárias podem tratar os seus dados pessoais essenciais (p.ex., dados de contacto como o nome e o endereço de e-mail) até que nos notifique que não pretende continuar a recebê-los. Pode optar por não receber estes materiais em qualquer altura, informando o seu Gestor de Conta.

Salvo especificação em contrário neste documento e/ou dependendo da entidade local do Credit Suisse emissora deste relatório, este documento é distribuído pelo Credit Suisse AG, autorizado e regulamentado pela Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro da Suíça (FINMA). Credit Suisse AG é uma empresa do UBS Group.

Versão D/2023. CIO82652744

© UBS 2023. O logotipo das chaves e a denominação UBS são marcas comerciais registradas e não registradas do UBS. Todos os direitos reservados.